



Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels
Achevé de rédiger le 16/09/2022

La lettre du CIO, septembre 2022



Ibrahima Kobar, CFA

Directeur des gestions, Ostrum Asset Management

Lorsque la Fed et la BCE s'emballent

Depuis notre dernière lettre, trois éléments ont évolué. D'une part, la croissance a eu tendance à résister un peu mieux qu'attendu. D'autre part, l'inflation, malgré nos attentes élevées, persiste et continue de surprendre à la hausse. En conséquence, le ton des Banques centrales s'est considérablement durci, en particulier pour les deux principales, BCE et Fed.

Première conséquence, une disparité régionale. Le mouvement global de hausse des taux persiste, mais devient plus disparate. Si la Fed et la BCE sont toujours très agressives, nombres de Banques centrales, en particulier dans les pays émergents, ralentissent le mouvement haussier. On assiste donc à l'émergence de divergences de politique monétaire.

Deuxième conséquence, une trajectoire durablement plus élevée. La persistance de l'inflation implique aussi que les Banques centrales soient patientes l'année prochaine avant de crier victoire. Une baisse rapide de l'inflation en 2023 plausible au vu des effets de base importants, ne susciterait pas d'assouplissement immédiat de la politique monétaire. La conséquence est importante pour les courbes, puisque dans ce cas les taux longs devraient donc s'établir à un niveau d'équilibre plus élevé, de manière là aussi durable.

Restent les actifs risqués : les primes de risques sont clairement élevées, voire très élevées dans certains cas. C'est probablement excessif, au vu de notre scénario central – une récession limitée sur la fin de l'année. Il existe donc un gisement important de performance à moyen terme. Le catalyseur sera, en toute probabilité, le « pivot » de la Fed et de la BCE, signe que l'inflation est enfin orientée à la baisse et que le resserrement monétaire est derrière nous.

En attendant, le sentiment devrait néanmoins rester très prudent, d'ici cet hiver, avec une crise énergétique qui peut s'envenimer, devenir beaucoup plus grave et impacter beaucoup plus le profil de croissance. Un scénario extrême, qui n'est pas notre scénario central, mais qui est bien évidemment plausible. Un tel choc, tant qu'il n'est pas évité avec certitude, va peser sur l'appétit au risque des investisseurs et limiter tout rebond marqué.

VUES SUR L'ÉCONOMIE

Trois thématiques pour les marchés

1- Politique monétaire

Fed et BCE sont toujours sur un rythme de resserrement très rapide. Cela pose le problème du taux terminal, et donc de la durée du resserrement.

La question aussi est de savoir si les Banques centrales vont faire marche arrière l'année prochaine, si l'inflation se tasse. Au vu du choc que l'on vit, c'est peu probable.

2- Inflation

Une fois de plus l'inflation a surpris par son niveau et sa résilience des deux cotés de l'Atlantique. Si l'inflation devrait refluer, la tendance sous-jacente reste trop dynamique pour être compatible avec l'objectif des Banques centrales.

En Europe, on tendrait vers 3 % en fin d'année prochaine, ce qui donne une moyenne supérieure à 5 % sur l'ensemble de l'année.

3- L'hiver arrive

Épée de Damoclès, le risque énergétique en Europe reste très anxiogène, même s'il ne constitue pas notre scénario central. Une coupure du gaz russe et un hivers rude pourraient conduire à une perte de 2 % à 4 % du PIB européen. Ce risque potentiel continuera à peser sur les marchés jusqu'à cet hiver.

	Anticipations 2022										
	2021	Croissance (Moy. Annuelle)				Inflation (CPI)					
		Consensus Bloomberg		Ostrum		Consensus Bloomberg		Ostrum			
	Attentes	Variation sur 3 mois		Attentes	Ecart au consensus	Attentes	Variation sur 3 mois	Attentes	Ecart au consensus		
Etats-Unis	5.7	1.6	-1.0	🔴	1.5	-0.1	8.0	0.5	🟢	8.0	0.0
Zone Euro	5.2	2.9	0.3	🟢	2.7	-0.2	8.0	1.0	🟢	7.8	-0.2
Royaume-Uni	7.2	3.5	-0.2	🔴	3.0	-0.5	9.2	1.2	🟢	9.0	-0.2
Japon	1.7	1.6	-0.2	🔴	1.1	-0.5	2.1	0.3	🟢	2.0	-0.1
Chine	8.1	3.5	-0.8	🔴	3.0	-0.5	2.3	0.1	🟢	2.0	-0.3

Source : Bloomberg & Ostrum

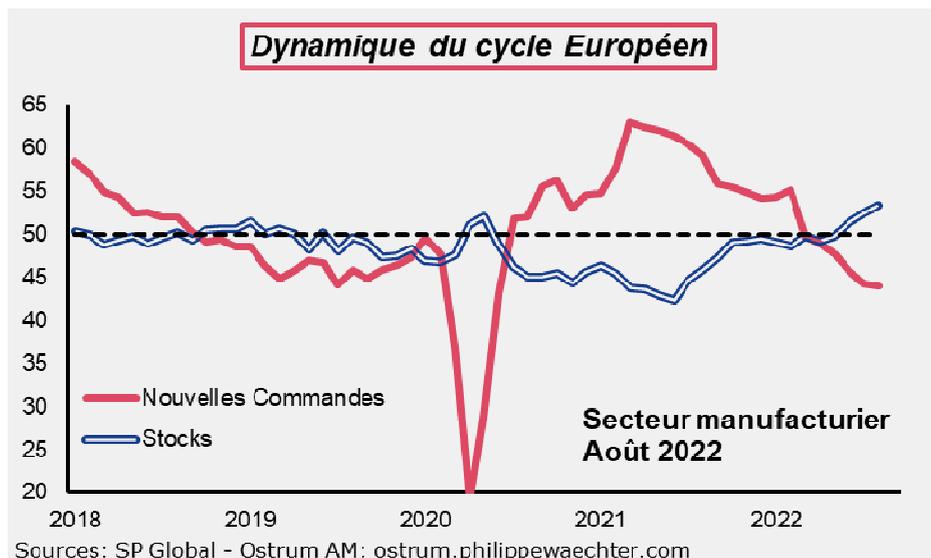
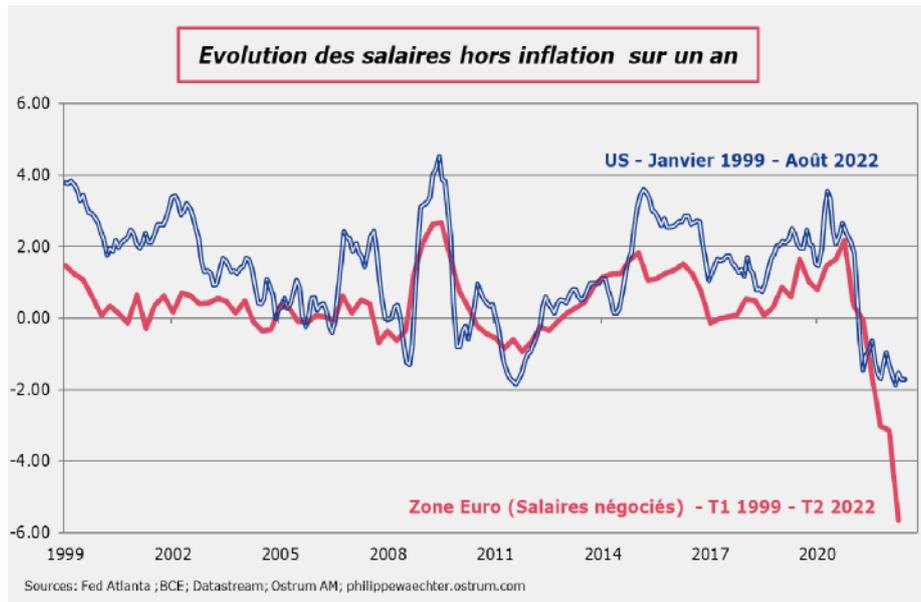
Principaux repères macroéconomiques

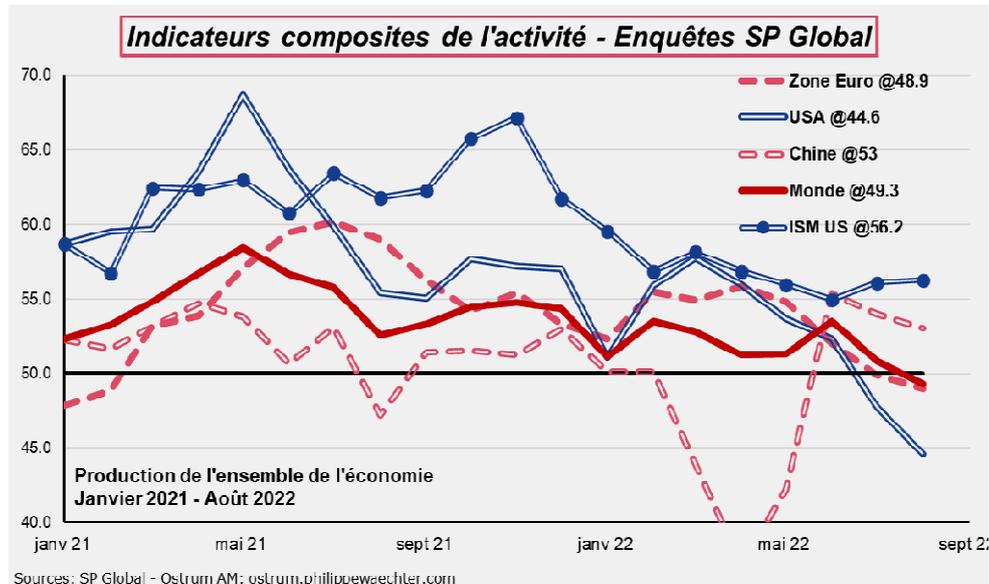
1- Activité

- La principale source d'inquiétude à l'échelle macroéconomique est la baisse très marquée du pouvoir d'achat qui résulte de la poussée de l'inflation depuis le printemps 2021.
- L'Europe est davantage affectée que les US, en raison d'abord d'une plus grande sensibilité de l'inflation aux prix de l'énergie, mais aussi parce que les salaires nominaux n'ont pas augmenté de façon similaire.
- Aux US, les tensions sur l'appareil productif et sur le marché du travail après la relance Biden ont été telles que les salaires ont fortement progressé (actuellement près de 7 % soit -1,7 % hors inflation). En zone euro, pas de relance ni de tensions similaires, le salaire nominal progresse de 2,4 % et le salaire réel recule de près de 6 %.
- C'est aussi pour cela que de nombreuses mesures sont annoncées en Europe pour limiter l'impact de la hausse des prix de l'énergie.
- La conséquence immédiate de ce repli du pouvoir d'achat est l'inflexion significative des commandes adressées aux entreprises, tant en zone euro qu'aux US, alors que les stocks se sont reconstitués. C'est

l'inverse du printemps 2021. Les tensions sur l'activité se réduisent et devraient se traduire à terme par de moindres pressions nominales et une réduction des déséquilibres sur le marché du travail.

- C'est ce que souhaite Jay Powell, le patron de la Banque centrale US. La Fed va continuer de monter ses taux, afin de maintenir l'activité sous sa tendance et réduire les tensions sur le marché du travail et les salaires. L'objectif est de limiter la persistance de l'inflation qui passe principalement par les salaires.
- Cette situation se traduit par des attentes moindres en termes de production. On a là les ingrédients d'une probable récession dans les pays développés au tournant des années 2022-2023.

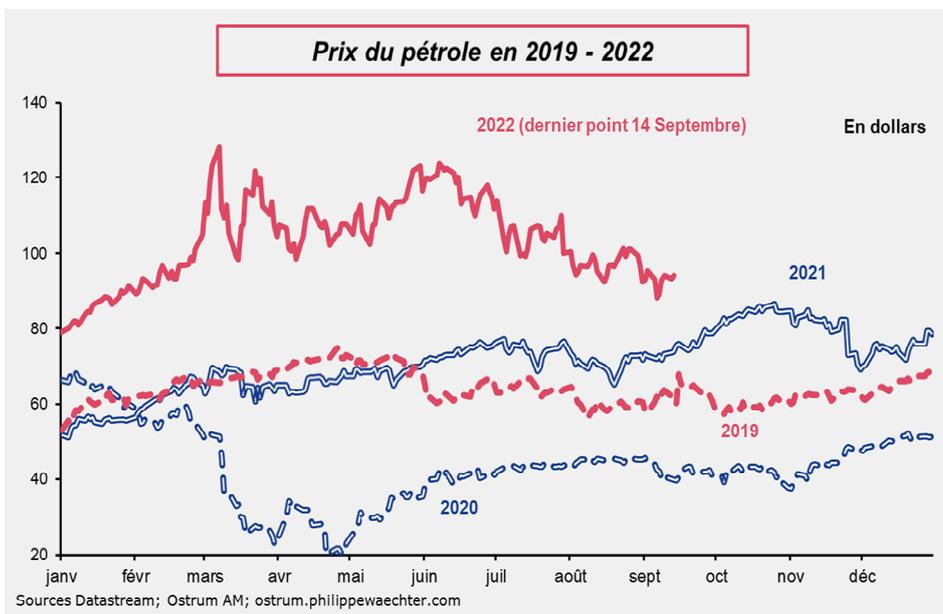
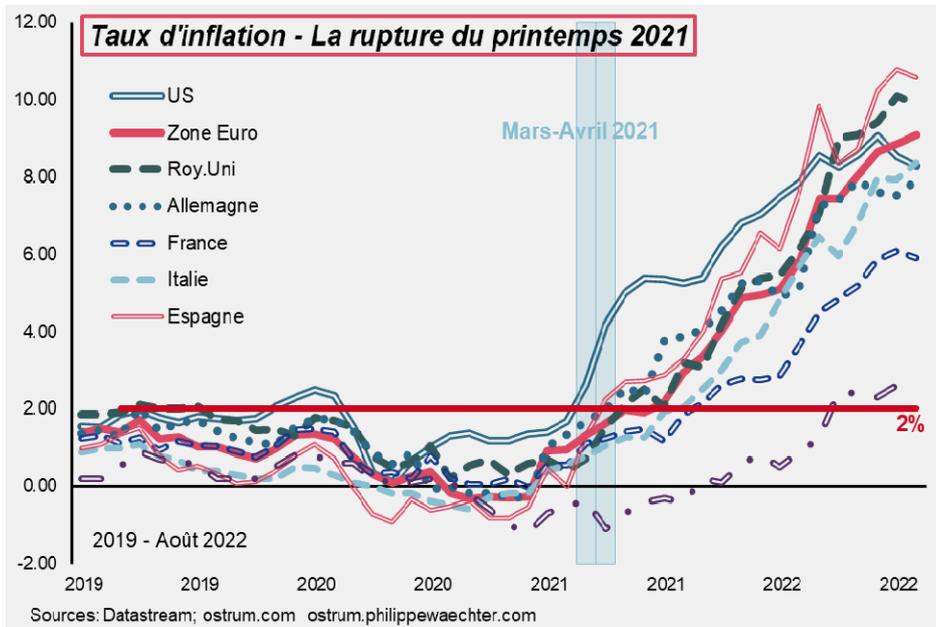


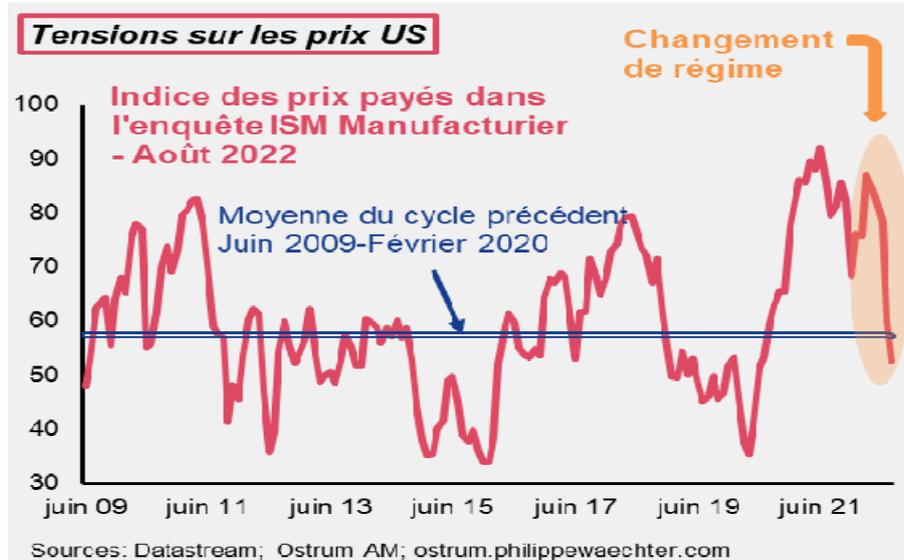


Les analyses et les opinions mentionnées représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. 16/09/2022

2- Inflation et politiques économiques

- L'accélération de l'inflation a été marquée depuis le printemps 2021. La hausse des prix est désormais voisine du créneau 8 % à 10%. La France fait figure d'exception. Cela traduit la mise en place, très tôt, du bouclier énergétique. Le Japon suit également une trajectoire particulière. Cela résulte du caractère structurellement peu inflationniste du Japon, observé bien avant la crise énergétique. Cela traduit aussi les contraintes du gouvernement sur certains prix, notamment les abonnements mobiles, dont l'impact a été spectaculaire depuis le printemps 2021.
- À court terme, on observe que le prix des matières premières se replie. On le constate sur le prix du pétrole. Le prix de 2022 se rapproche de celui de 2021. Cela réduira nettement sa contribution à l'inflation. On le constate aussi sur le prix des métaux industriels dont le prix, en dollars, est désormais au-dessous de celui de 2021.
- Les prix payés dans le secteur manufacturier ont tendance à baisser. C'est ce que montre l'indice des prix payés aux US. Cet indicateur est désormais au-dessous de la moyenne constatée lors du cycle précédent. C'est un changement majeur.
- Une telle situation n'est pas observable en Europe en raison des tensions très fortes sur le prix de l'énergie – principalement les prix du gaz et de l'électricité – nettement moins marquées aux US. Le graphique équivalent en zone euro est nettement moins en repli et les entreprises subissent encore des pressions haussières significatives. C'est pour cela que les discussions s'intensifient sur une modification des règles en vigueur dans la fixation du prix de l'électricité.
- La demande ralentit et le prix des matières premières s'infléchit. C'est un bon signal pour une réduction à venir de l'inflation. Reste, aux US, les tensions sur les salaires que la Fed veut combattre, et reste, en Europe, les tensions sur le prix de l'énergie auxquelles s'attaque la Commission européenne. Dans les deux cas, l'objectif est de limiter la persistance de l'inflation dans le temps, afin d'en réduire le coût.



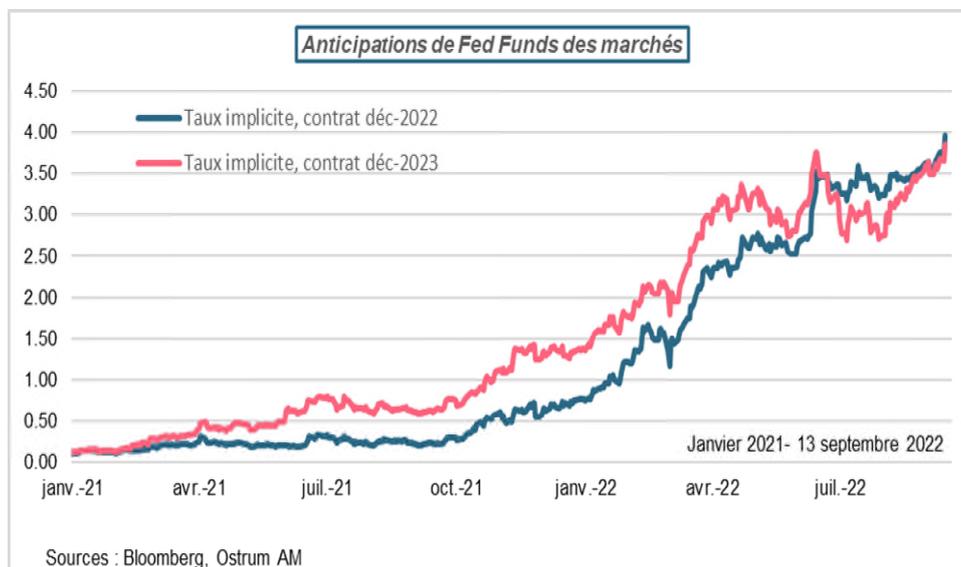


Les analyses et les opinions mentionnées représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. 16/09/2022

Politique monétaire : des Banques centrales déterminées à lutter contre l'inflation

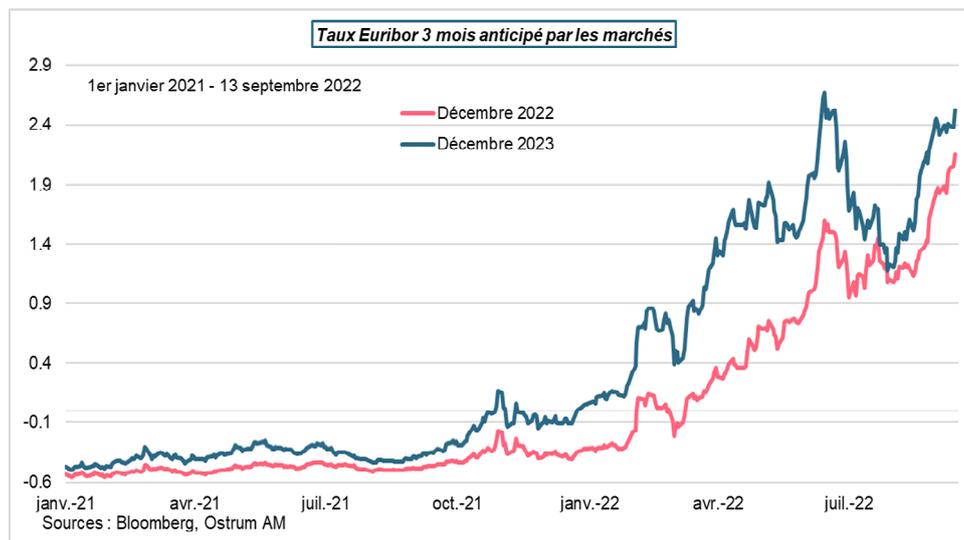
1- Fed : politique restrictive un certain temps

La Fed relève fortement ses taux directeurs pour les ramener rapidement en territoire restrictif, afin de lutter contre une inflation « beaucoup trop élevée » et un marché du travail tendu. La Fed devrait ainsi relever pour la 3^e fois consécutive ses taux de 75 pb le 21 septembre, pour porter la fourchette des Fed funds à [3 %-3,25 %] et continuer de les relever d'ici la fin de l'année à un rythme un peu plus modéré. Lors du discours de Jackson Hole, Jerome Powell a clairement signifié que, pour contenir les anticipations d'inflation, la Fed allait maintenir une politique restrictive un certain temps, au risque de peser sur la croissance. Elle va aussi accélérer la réduction de la taille de son bilan. Nous anticipons des hausses de taux de 75 pb, 50 pb, puis 25 pb d'ici fin 2022.



2- BCE : à nouveau + 75 pb en Octobre ?

La BCE a relevé ses taux de 75 pb le 8 septembre, après + 50 pb en juillet, et prévoit de continuer de les relever au cours des prochaines réunions, en raison d'une inflation « beaucoup trop forte » et attendue comme devant rester supérieure à la cible de 2 % pendant une période prolongée. Si les perspectives de croissance ont été révisées en baisse, les perspectives d'inflation ont été revues en nette hausse avec, notamment, un taux d'inflation anticipé à 2,3 % en 2024, contre 2,1 % attendus en juin. Le taux de dépôt étant désormais à 0,75 %, la BCE a abandonné le mécanisme de « tiering » sur les réserves bancaires. Elle a également suspendu temporairement le plafond de 0 % sur la rémunération des dépôts des gouvernements. La taille du bilan reste inchangée, avec la poursuite des réinvestissements dans le cadre de l'APP et de manière flexible pour le PEPP. Nous anticipons un taux de dépôt à 1,75 % fin 2022. Les discussions concernant une éventuelle réduction de la taille du bilan, par le biais de moindres réinvestissements concernant l'APP, pourraient débuter en octobre.



Les analyses et les opinions mentionnées représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. 16/09/2022

VUES SUR LES STRATEGIES DE MARCHE

Vues de marché synthétiques : la fin d'une tendance ?

Après le mouvement de taux violent que nous avons subi, il nous semble qu'une très grande partie du cycle de hausses de taux est maintenant anticipé par les marchés. À ce titre, la partie longue de la courbe ne devrait pas monter de manière très marquée. Nous neutralisons la majorité de nos positions avec une vue légèrement négative.

De même, la forte baisse récente des points morts d'inflation sur la partie courte de la courbe, en particulier aux États-Unis, nous incite à prendre des paris mineurs – les emprunts indexés – qui présentent une opportunité. À ce titre, plusieurs tendances lourdes sur les taux s'estompent.

Actifs risqués : l'inconnue

Si les valorisations sont, dans leur ensemble, attractives, notamment au vu de notre scénario de récession limitée, la perspective d'une trajectoire beaucoup plus noire devrait maintenir la pression sur les primes de risque.

Certaines classes d'actifs semblent toutefois attractives. Nous sommes constructifs sur le HY qui sera soutenu par des facteurs techniques. De même, sur les émergents, on assiste déjà à une compression des spreads sur certains noms qui avaient été très pénalisés.

Vues stratégie : classes d'actifs

1- Taux G4

- À Jackson Hole, la Fed a de nouveau durci le ton face à l'inflation, de sorte qu'un geste de 75 pb le 21 septembre est intégré par les marchés. Les Fed funds devraient atteindre 4 % et élever graduellement le niveau plancher des taux longs.
- La BCE a relevé les taux de 75 pb en septembre et prévoit d'autres hausses à brève échéance. La pénurie de collatéral a pesé sur le Bund, mais la dynamique des prix et la résilience de la croissance plaident pour des taux plus élevés.
- La BoE projette une inflation à deux chiffres et poursuivra son resserrement, notamment en vendant des Gilts. Une position vendeuse est justifiée. La BoJ résiste toujours à la pression du marché pour changer sa politique monétaire.

2- Autres taux souverains

- Outre la politique de taux, le TPI et la flexibilité offerte par les réinvestissements du PEPP ont permis d'encadrer les spreads souverains. Le risque politique italien ne semble pas intégré et milite pour une sous-pondération des BTPs.
- Les spreads sur les pays core affichent une certaine stabilité et militent pour une position neutre vis-à-vis du Bund.
- Le retournement de tendance sur les taux depuis le mois d'août s'est généralisé dans le G10 où les Banques centrales combattent l'inflation. Nous sommes davantage vendeurs des taux suisses et suédois.

+

3- Inflation

- L'inflation (8,3 % en août) ralentit aux États-Unis grâce à l'énergie, mais l'inflation sous-jacente reste soutenue (> 6 %). Le ton offensif de la Fed pèse néanmoins sur les points morts d'inflation.
- En zone euro, l'inflation dépasse 9 %. Le resserrement monétaire, la volonté d'encadrer les prix de l'électricité ont toutefois réduit les anticipations d'inflation. Les points morts actuels constituent de bons points d'entrée.
- Au Royaume-Uni, le nouveau gouvernement cherchera à limiter l'impact de la crise énergétique. L'inflation à deux chiffres est intégrée par les marchés. Nous privilégions la neutralité.

4- Crédit

- Le marché du crédit offre des valorisations attrayantes, mais la prudence des intervenants et la concurrence des taux souverains plus élevés plaident pour la poursuite de l'écartement des spreads.
- Le marché primaire est reparti dès la mi-août. Les primes à l'émission sont élevées. Les sorties des fonds de crédit et l'arrêt du QE depuis le mois de juillet crée un contexte défavorable sur les spreads.
- La volatilité sur le high yield est considérable ; le Crossover évolue entre 500 bp et 600 pb. Le marché primaire reste fermé et l'appétence pour le risque incertain. Les spreads larges devraient néanmoins se resserrer.

5- Actions

- La croissance en ralentissement n'empêche pas une certaine résilience des marges bénéficiaires. Les révisions de résultats restent majoritairement bien orientées en Europe, malgré la prudence des entreprises et des investisseurs.
- Les multiples de valorisation sont faibles (11,8x à 12 mois) sous leur moyenne de long terme, mais le PE médian ou corrigé du cycle est plus élevé. Le rendement des dividendes anticipés est à 3,8 %. Les investisseurs américains continuent de vendre les marchés européens.
- Les marchés hésitent entre resserrement monétaire, crise énergétique et résilience des bénéficiaires. La faiblesse de la volatilité est paradoxale. Nous projetons un Euro Stoxx 50 à 3 600 à la fin de l'année.

6- Pays émergents

- Le spread EMBIGD s'est bien resserré sous les 500 pb contre Treasuries. Les valorisations attrayantes ont permis une amélioration des flux entrants sur la classe d'actifs. Nous décalons la fourchette de spread attendue à la baisse entre 460 pb et 530 pb.
- Les rachats sur les fonds émergents se sont donc atténués et le primaire reste peu étoffé, mais la liquidité de marché s'améliore à la marge. Le high yield présente une très forte prime face à l'IG.
- Les pays en difficulté, sont soutenus par le FMI et la BM, de sorte que les métriques de crédit se maintiennent. Nous privilégions une compression EM HY - EM IG.

Nos attentes de marché

		15-sept.-22	Prévisions	
			oct.-22	déc.-22
Souverain				
Etats-Unis	Fed Funds	2.50	3.25	4.00
	10-ans	3.45	3.2/3.5	3.75
Grande-Bret.	10-ans	3.17	3.20	
Japon	10-ans	0.26	0.25	
Zone Euro	BCE, dépôts	0.75	1.50	2.00
Allemagne	10-ans	1.77	1.90	2.00
	30-ans	1.76		2.00
France	10-ans	2.32	2.60	2.60
	Spread	55	52/62	60
Italie	10-ans	4.05		4.50
	Spread	228	190/240	250
Espagne	10-ans	2.93	3.10	3.22
	Spread	116	120	122
Portugal	10-ans	2.80		3.10
	Spread	103	90/110	110

		15-sept.-22	Prévisions	
			oct.-22	déc.-22
Crédit / Spreads				
Euro Inflation Swap 10-ans		2.58	2.55	2.50
Libor OAS Spreads				
	IG	97	101	
	HY	448	433	
OAS Spreads vs. Souv				
	IG	199		195/200
	BB	426		450/465
	EMBI Spread	494	460-530	450-500
Change				
	EUR/USD	1.00	0.98 / 1.02	1.00 / 1.05
Actions				
	Euro Stoxx	3542		3600
Matières premières / Volatilité				
	Brent Oil Prices	90.24	100	100
	VIX	26.27		20/35

Source : Ostrum AM. Les analyses et les opinions mentionnées représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. 16/09/2022

Achévé de rédiger le 16/09/2022

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix, un label ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Natixis investment managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable



www.ostrum.com



Un affilié de  **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS